

DUAS DÉCADAS DE ESTABILIZAÇÃO MONETÁRIA: UMA ANÁLISE DA POLÍTICA FISCAL E DA DINÂMICA DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO NO PLANO REAL

Karlo Marques Jr.¹
Ivan Salomão²

RESUMO

A história do Plano Real está associada, entre outros fatores, à política fiscal adotada a partir de meados de 1993. O êxito do plano de estabilização monetária guarda relação direta, por sua vez, à condução da dívida do setor público. Este trabalho apresenta a história da política fiscal adotada ao longo dos primeiros vinte anos do Real. Analisam-se, assim, a evolução e os condicionantes da dívida líquida do setor público ao longo do referido período, enfocando variáveis macroeconômicas como o resultado primário, os juros nominais e os ajustes patrimonial e cambial. Por fim, tecem-se comentários acerca da trajetória desses indicadores à luz da teoria pós-keynesiana.

Palavras-chave: Plano Real; Política Fiscal; Dívida Líquida do Setor Público.

TWO DECADES OF MONETARY STABILIZATION: AN ANALYSIS OF FISCAL POLICY AND NET DEBT DYNAMICS OF THE PUBLIC SECTOR IN THE REAL PLAN

ABSTRACT

The history of Real Plan is associated, among other factors, to the fiscal policy adopted in 1993. The success of the monetary stabilization plan is directly related, in turn, to the conduct of public sector debt. This paper presents the history of fiscal policy adopted over the first twenty years of Real. It analyzes thus the progress and constraints of net public sector debt over that period, focusing on macroeconomic variables as the primary outcome, nominal interest rates and the equity and foreign exchange adjustments. Finally, we present comments about the trajectory of these indicators in light of Post-Keynesian theory.

Keywords: Real Plan; Fiscal Policy; Net Public Sector Debt.

JEL: E62

1 INTRODUÇÃO

A estabilização monetária levada a cabo nos anos 1990 representa um marco na história e na historiografia econômica brasileira. Conquanto efemérides nem sempre abarquem os fenômenos sociais de forma fidedigna e completa, as duas décadas após a implementação do Plano Real justificam, entretanto, estudos que

¹ Economista pela Universidade Federal de Uberlândia(2007), mestre em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Federal do Paraná(2009) e doutor em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Federal do Paraná(2013). Atualmente é Professor adjunto A da Universidade Estadual de Ponta Grossa, <karlomjunior@hotmail.com>

² Professor Adjunto da Faculdade de Ciências Econômicas (FCE-UFRGS) e do Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (PPGE-UFRGS) ivansalomao@gmail.com

busquem aprofundar o entendimento da nova realidade nacional que emergiu a partir de então.

Robustece a plausibilidade de trabalhos dessa natureza a grave inflexão da política econômica praticada após a crise econômica deflagrada no final da década passada. Os graves problemas fiscais por que passa a economia brasileira atualmente refletem os equívocos das medidas adotadas a partir de 2011. Descontado o viés militante da opinião dos atores diretamente envolvidos no debate econômico hodierno, a visão que se pretende minimamente imparcial deve buscar abarcar os elementos que emanam de ambos os pólos da dicotomia político-ideológica que se instalou no Brasil.

Isto posto, o presente artigo tem por objetivo apresentar o comportamento da política fiscal e a dinâmica da dívida líquida do setor público no Brasil ao longo dos vinte anos após a implementação do Plano Real (1995-2013). Para tanto, apresentar-se-ão primeiramente a dinâmica apresentada por alguns dos principais indicadores fiscais durante o período supracitado e sua relação com variáveis-chaves, tal análise será sustentada por aspectos teóricos concernentes ao gerenciamento da política fiscal e à dinâmica do endividamento público. A seguir, coadunar-se-á a referida teoria à conjuntura observada no Brasil durante o período em questão. Na quarta seção comentar-se-ão os resultados empíricos auferidos, seguidos, por fim, pelas considerações finais.

2 A política fiscal e da dinâmica da dívida líquida do setor público: apontamentos teóricos

Conforme aponta Minsky (1986), uma unidade econômica pode ser financiada por intermédio de recursos próprios ou, como é mais amplamente utilizado, por meio de recursos de terceiros. A incursão em recursos alheios consolida a construção de um débito entre a unidade econômica a se financiar e aquela que abre mão de sua liquidez. Tendo como unidade econômica de referência o setor público, a possibilidade de financiamento próprio deste agente deve ser qualificada, se comparado a empresas e famílias, na medida em que o ente público central detém o monopólio da emissão monetária primária, conhecido como poder de senhoriação. Mesmo sendo considerado um débito contra si, o setor público pode utilizar-se desse expediente para financiar-se.

Porém, como adverte Romer (2012), um rápido crescimento da emissão de moeda pode levar a uma alta inflação e, em casos extremos, um crescimento explosivo da oferta monetária levaria a economia a uma hiperinflação. O autor destaca ainda o fato de que a taxa média de inflação tem pequeno impacto sobre o produto agregado médio ao longo do tempo. Contudo, a autoridade monetária possui um incentivo para lançar mão de um *trade-off* de curto prazo, uma vez que o custo marginal da inflação é baixo se a inflação esperada é pequena. Tal fenômeno econômico ficou conhecido na literatura como viés inflacionário. Essa combinação de fatores – viés inflacionário com a ausência de *trade-off* duradouro entre tais variáveis-chaves para a política monetária – permite, portanto, uma elevação da inflação sem contrapartida do crescimento econômico em um horizonte mais amplo de tempo.

A experiência brasileira observada na maior parte da última década do século XX caracterizou-se pela adoção da senhoriação. Conforme argumenta Hermann (2002), as consequências inflacionárias da emissão monetária para financiamento público conduziram a expedientes diversos de administração do orçamento público mundo afora. No Brasil não foi diferente: assim como em outros países, a regra do equilíbrio fiscal, ancorada nos ditames do chamado Consenso de Washington, passou a reger a política fiscal do governo brasileiro durante aquele período (STIGLITZ, 1999).

A dívida líquida do setor público em relação ao PIB tornou-se, então, a variável a ser ajustada no longo prazo com o objetivo primeiro de evitar riscos de *default* e mantendo-se uma atratividade suficiente para a manutenção do financiamento da dívida existente (PIRES, 2007). Por sua vez, o resultado primário do setor público passou a ser a variável de controle da relação entre a sua dívida líquida e o PIB.

Resultados primários referem-se ao modo pelo qual se operacionaliza e se concretiza o orçamento público (REZENDE, 2001; ALÉM; GIAMBIAGI, 2000). Assim, a política fiscal adotada após o Plano Real, resultado que é de deliberações orçamentárias, tornou-se o instrumento, por excelência, de gerenciamento do endividamento público. Não obstante, a remuneração dos débitos públicos contratados, por intermédio do pagamento dos juros, compõe igualmente o orçamento público e, assim, integra a política fiscal do governo. Acrescendo-se ao

resultado primário o montante de pagamento de juros nominais aos credores da dívida pública, tem-se, por fim, o chamado resultado nominal (BCB, 2006).

O resultado nominal fornece o valor exato das necessidades de financiamento do setor público, expressão global da condução da política fiscal por parte das autoridades econômicas (REZENDE, 2001). Neste sentido, a análise dos resultados nominais do setor público evidencia, em última instância, com quais objetivos deliberou-se a política fiscal no país.

Formalmente, tem-se que:

- (1) $\Delta\text{Dívida Fiscal Líquida} = \text{Resultado Nominal}$,
- (2) $\Delta\text{Dívida Fiscal Líquida} = \text{Resultado Primário} - \text{Juros Nominais}$.

A dívida líquida do setor público é ainda condicionada por valores que extravasam a mera administração fiscal de receitas e despesas. Consoante o Banco Central do Brasil (2006), ajustes patrimoniais e metodológicos influenciam no estoque de endividamento público. Dentre os ajustes deletérios encontram-se o reconhecimento de dívidas antigas não pagas e o ajuste cambial do endividamento cotado em moeda estrangeira (PASSINI, 2000; KAWALL, 2000). Por sua vez, os ajustes relativos às privatizações de bens e de serviços públicos impactam favoravelmente sobre o montante do débito público acumulado (ALÉM; GIAMBIAGI, 2000).

Formalizando, temos que:

- (3) $\Delta\text{DLSP} = \Delta\text{Dívida Fiscal Líquida} + \text{Ajustes Patrimoniais e Metodológicos}$
- (3') $\Delta\text{DLSP} = \text{Resultado Primário} + \text{Juros Nominais} + \text{Ajustes Patrimoniais} + \text{Ajustes Cambiais}$

Diante de tal formalização, a administração fiscal do setor público pode ser avaliada, em nível agregado, por intermédio dos resultados primários e dos pagamentos de juros. Já o resultado de renegociações de dívidas dos estados e municípios, por sua vez, é absorvido pelos ajustes patrimoniais. Ademais, os planos de desestatização e a retirada do setor público da atividade produtiva também compõem tais ajustes, possibilitando a observação do peso dos esforços não-fiscais de controle do endividamento público.

Além disso, os juros nominais, bem como os ajustes cambiais, expressam os custos da política monetária sobre o gerenciamento da dívida líquida do setor

público. Estes indicadores permitem, então, conceber a forma pela qual os esforços primários são arrefecidos pelos custos financeiros do endividamento, sendo que estes custos podem decorrer não de desequilíbrios orçamentários, mas de dominância monetária em termos de política econômica. Por fim, estas duas variáveis – juros nominais e ajustes cambiais – elucidam o peso da volatilidade externa brasileira tanto sobre a política fiscal quanto sobre a dinâmica do endividamento público.

3 A política fiscal e a dinâmica da dívida líquida do setor público no Brasil (1995-2013)

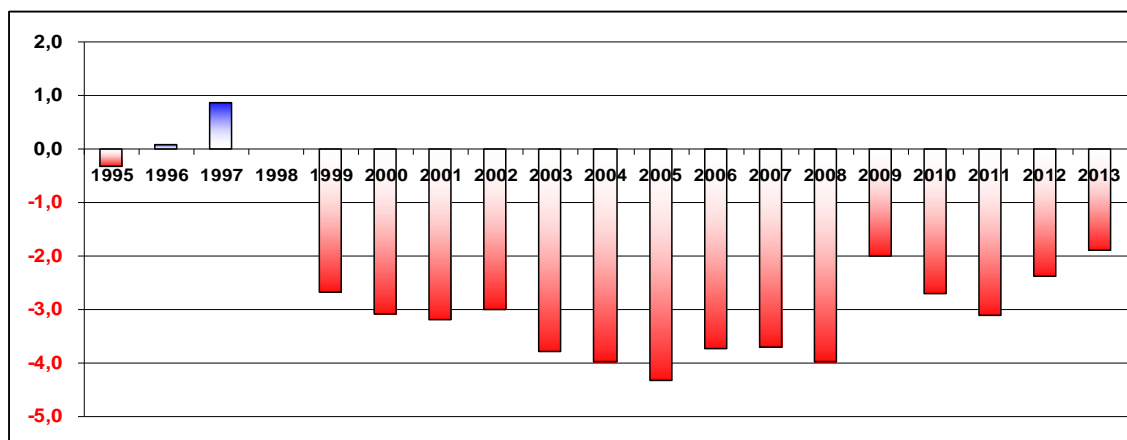
Nesta seção, será analisado o desempenho das variáveis arroladas no ponto 2, buscando problematizar os fatores condicionantes da variação da dívida líquida do setor público. Concentrar-se-á a análise nas seguintes variáveis: resultado primário do setor público, juros nominais e ajustes patrimonial e cambial.

3.1 Resultado primário

Ao longo do período 1995-2013, identificam-se duas tendências no comportamento dos resultados primários do setor público. Observam-se, entre 1995 e 1998, déficits primários (0,08%, em 1996 e 0,88% no ano seguinte) e superávits primários módicos, tal qual o verificado em 1998 (0,01%). Por outro lado, verifica-se, após 1998, uma tendência de consecução de superávits fiscais rigorosos que, em média anual entre 1999 e 2013, perfizeram montante anual equivalente a 3,17% do PIB. Destaca-se, neste período, o ano de 2005, no qual o superávit primário alcançou 4,3% do PIB.

Com a crise financeira internacional iniciada em 2007, porém, origina-se uma tentativa de se atenuar os efeitos recessivos da crise, desencadeando na redução do superávit primário a partir de 2009, fenômeno que se manteve nos anos subsequentes até dar origem a um superávit de 1,9% do PIB em 2013. Este foi o menor resultado da série desde 1998, apesar de que os números iniciais de 2014 sugerem que o governo terá dificuldade para cumprir a meta estipulada para o respectivo ano, correndo riscos de apresentar, até mesmo, um déficit primário.

Gráfico 1 – Déficit primário do Setor Público – em % do PIB (1995-2013)



Obs.: Fluxos acumulados em 12 meses, valores de dezembro de cada ano. Por serem os dados apurados em déficits, valores negativos indicam superávit.

Fonte: Banco Central do Brasil (2014).

Os resultados primários deficitários do período 1995-1998 encontram-se, conforme Giambiagi (2006), fortemente influenciados pelo desajuste orçamentário de estados e municípios. Nos primeiros anos do Plano Real, o ajuste fiscal foi alcançado somente pelo governo central, embora em montante inferior aos déficits verificados nas outras esferas da administração pública³. Essa tendência que começou a se reverter no final da década de 1990 e ganhou força com a implementação da Lei de Responsabilidade Fiscal, em 2000.

Mesmo no governo central, como aponta Ramos (2001), o ajuste fiscal foi auferido baseado em medidas de curto prazo, as quais, de forma temporária, elevaram a arrecadação de recursos em âmbito federal. Consoante a autora, estas medidas de curto prazo foram idealizadas como um mecanismo de desvio frente à rigidez dos gastos constitucionalmente vinculados com a Constituição de 1988, e que impediam a realização de um ajuste fiscal estrutural. Este, quando realizado, seria baseado em reformas – tributária, previdenciária, da administração pública, entre outras – que consolidariam um equilíbrio fiscal estrutural⁴ nas finanças públicas brasileiras.

³ Conforme dados de Giambiagi (2006), as empresas estatais mantiveram, no período 1996-2005, um resultado inexpressivo nos anos iniciais da série, passando a ser fortemente superavitárias somente após 1999.

⁴ Por ajuste fiscal estrutural entende-se o equilíbrio orçamentário perene que não depende de – salvo casos intempestivos como guerras e devastações naturais – ajustes e medidas de curto prazo para serem auferidos.

Enquanto as reformas estruturais não sobrevinham, duas das principais resoluções temporárias e de curto prazo foram adotadas, ainda em 1993: o Fundo Social de Emergência (FSE), mecanismo que destinou 20% dos recursos orçamentários, antes vinculados, à livre utilização por parte do Executivo federal, e o Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira (IPMF).

A mudança de condução da política fiscal observada após 1998, por seu turno, teve como motivador o próprio resultado fiscal debilitado entre os anos de 1995 e 1998. Isto se aliou às crises econômicas perpassadas primeiramente pelos países do leste da Ásia em 1997 e pela Rússia em 1998, as quais levaram a uma fuga massiva de capitais do investidos no Brasil. Diante da iliquidez que se instaurou nos mercados financeiros, o governo brasileiro viu-se compelido a assinar um acordo de solvência, em 1998, com o Fundo Monetário Internacional (doravante, FMI). Como contraparte do acordo, o FMI determinou que o Brasil adotasse políticas de controle fiscal, o que implicou na introdução do regime de metas de superávit primário.

De acordo com essas diretrizes, tal regime de política fiscal se justificaria pela necessidade de o governo cumprir a sua restrição intertemporal, ou seja, manter o valor do fluxo de receitas atualizadas para o período presente pelo menos igual ao valor presente de suas despesas, como indicado em Romer (2012). Desta forma, o resultado primário do setor público equivale à taxa de variação do estoque da dívida e, sendo assim, um superávit maior que o crescimento de tal estoque pode garantir a solvência intertemporal das obrigações do governo, bem como uma redução da razão dívida líquida do setor público/PIB (DLSP/PIB).

Conforme já observado no Gráfico 1, a assinatura do acordo implicou na segunda tendência – a de superávits primários – verificada de 1999 em diante. Estados e municípios, antes deficitários, passaram a ser superavitários, trabalhando em consonância com o governo central e empresas estatais para a obtenção de resultados primários significativamente positivos.

No período após 1998, em âmbito federal, a consecução dos superávits primários relacionou-se, assim como no período anterior, ao aumento tanto da carga tributária quanto da arrecadação de recursos. Segundo dados de Giambiagi (2006), a carga tributária da economia brasileira que em 1996 equivalia a 28,6% do PIB, alcançou 36,1% em 2005, com destaque para a arrecadação da Contribuição para

Financiamento da Seguridade Social (COFINS) e da Contribuição Provisória sobre a Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira (CPMF).

No tocante à administração fiscal de estados e municípios, três fatores foram fundamentais para que as esferas infranacionais lograssem alcançar o equilíbrio orçamentário. Primeiramente, destacam-se as transferências do governo central, que foram intensificadas pós-1999, com o fim do contingenciamento de parte das transferências imposto pelo Fundo Social de Emergência, extinto em 1999.

Outro fator que contribuiu para a equalização fiscal dos estados e municípios foi o processo de renegociação das suas dívidas, iniciada no segundo semestre de 1995. Neste sentido, criou-se no Brasil um primeiro esforço dedicado à reestruturação do Sistema Financeiro Nacional e ancorado, em grande medida, na reforma e posterior privatização do sistema bancário estadual, secular financiador das desmedidas fiscais dos governos estaduais.

Por fim, no bojo do esforço fiscal iniciado em 1999, foi lançada a Lei de Responsabilidade Fiscal, que passou a impedir que o governante de cada esfera se endividasse sem possuir em caixa o montante necessário para cobrir a dívida. De forma geral, tal lei representa um papel importante ao estabelecer normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal para a União, estados e municípios. Os próprios credores passaram a estar cientes, ao cederem os empréstimos, de que o Tesouro Nacional não se comprometeria com os contratos que os estados e municípios assumissem e não conseguissem honrar.

Desse modo, pode-se afirmar que, durante o período 1995-2013, a política fiscal baseou-se em dois pilares fundamentais: em uma maior arrecadação, em aumento de carga tributária e na contenção de recursos orçamentários. Não obstante, os expressivos superávits fiscais alcançados após 2004 foram patrocinados pelo crescimento econômico que se verificou a partir deste período. O significativo crescimento da atividade econômica contribuiu, com efeito, para majorar a arrecadação de recursos em todos os âmbitos do setor público⁵. As reformas estruturais que advieram neste período foram tímidas e pontuais, com exceção feita à reforma do sistema financeiro.

⁵ Segundo dados do Banco Central do Brasil, entre 1995-2003, o crescimento médio anual do PIB brasileiro foi de 2,16%, enquanto que, entre 2004-2010, de 4,2% ao ano.

Observou-se, contudo, uma reversão dessa tendência de crescimento do superávit primário quando os efeitos da crise financeira eclodida em 2008 passaram a embaraçar o desempenho da economia brasileira. Segundo Afonso (2011), somente a partir de 2009, quando o Tesouro Nacional realizou um aporte de R\$ 100 bilhões ao BNDES, é que o lado fiscal se faz mais presente no sentido de tentar reverter uma possível tendência de queda do crescimento do produto. Ainda segundo o autor, o Ministério da Fazenda criou e ampliou uma série de estímulos, como novos subsídios para habitação popular e expansão dos benefícios sociais que, no primeiro momento, foram impostos de uma forma tímida, representado, aproximadamente, 0,2% do PIB.

Desta forma, os anos subsequentes foram marcados por uma piora do resultado primário do setor público: de uma média de 3,55% do PIB no período entre 1999 e 2008, passou a de 2,42% do PIB no quinquênio 2009-2013, diminuindo para 1,9% no último ano citado. O período também se caracterizou por uma grande expansão da carteira de crédito do BNDES, com relevante parte das operações subsidiadas pelo Tesouro Nacional. Como consequência, o saldo dos empréstimos do Tesouro ao referido banco foi da ordem de R\$ 311 bilhões em 2011, o que, segundo relatório do Tribunal de Contas da União (TCU, 2011) representa um subsídio de R\$ 28,2 bilhões no período entre 2009 e 2011.

Em termos de indicadores fiscais, tais operações de créditos descolam o índice DLSP/PIB da relação dívida bruta do setor público/PIB (DBSP/PIB). Em geral, para indicar o endividamento dos governos, os países da OCDE utilizam principalmente o segundo índice, já o governo brasileiro utiliza principalmente o primeiro. Uma vez que para se obter a DLSP subtrai-se, da DBSP, os ativos do setor público, o índice DLSP/PIB pode ser controlado através da aquisição de ativos, que no caso supracitado ocorreu, em partes, pela emissão de dívida destinada à carteira de empréstimos do BNDES. Assim, em agosto de 2008 a DLSP era da ordem de 42,5% do PIB, enquanto a DBSP era de 56,2%. Já em dezembro de 2011 os valores eram respectivamente 36,5% e 54,3%, o que representa um aumento de 196,6% da diferença entre os dois indicadores⁶.

⁶ Como demonstrado por Afonso (2011), há uma mudança de metodologia no cálculo da DBSP implementada em 2008. Seguindo a metodologia anterior, a dívida bruta seria em dezembro de 2011 da ordem de 64,2 % do PIB e não de 54,3% como o valor obtido pela nova metodologia.

3.2 Juros nominais

No que concerne ao juro básico da economia brasileira, tem-se que, no período 1995-2013, a condução da Selic instrumentalizou dois regimes monetários distintos. Em comum, a manutenção de taxas elevadas de juros, como é possível visualizar-se no Gráfico 2.

Entre 1995 e 1998, vigorou o regime monetário de âncora cambial, no qual, em um contexto de economia aberta, a taxa de juros responde pela atração dos fluxos internacionais de câmbio, que buscam manter a taxa de câmbio nos patamares estabelecidos pela autoridade monetária (MODENESI, 2005).

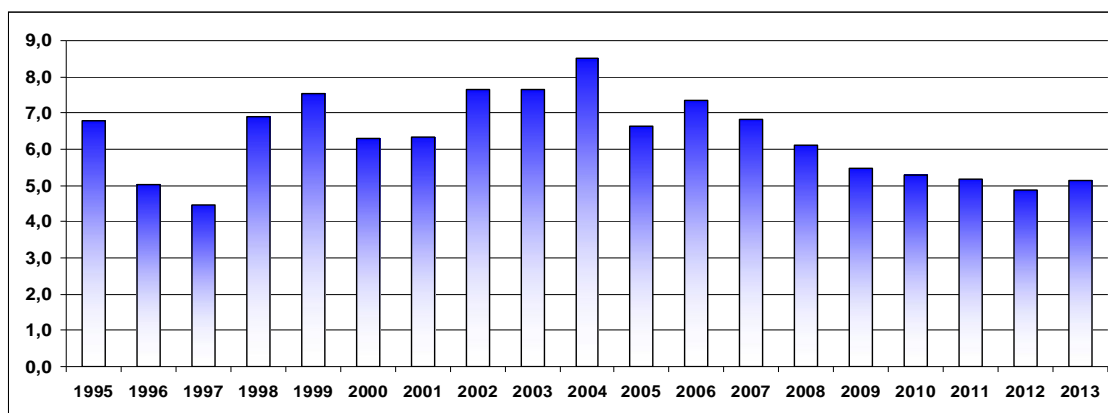
O vigor deste regime entrou em franco declínio diante da iliquidez internacional decorrente da crise da Ásia em 1997, agravando-se em meados de 1998, com a crise russa. Em fins de 1998, dado o esgotamento progressivo das reservas cambiais brasileiras, o país encontrou como única alternativa viável abolir o regime de câmbio fixo, o que, paralelamente, obrigou-o a adotar outro regime monetário, qual seja, o de metas para inflação, implementado em junho de 1999.

Neste regime, o instrumento fundamental de controle do nível de preços é a taxa de juros. Desta forma, ao ser fixado o alvo de inflação que deverá ser alcançado pela economia, todos os esforços para a promoção da convergência entre a taxa efetiva de inflação e a taxa-meta são concentrados na taxa juros básica da economia.

Não obstante, conforme demonstra Pires (2007), os juros no Brasil também têm que responder pela manutenção do influxo de capitais para o país, principalmente em momentos de crises internacionais de liquidez. Isto é feito para se evitar efeitos (*pass-through* ou *over-shooting*) da taxa de câmbio sobre a inflação doméstica.

Ademais, a taxa de juros brasileira é responsável por manter a atratividade do financiamento da dívida pública, caracterizando um verdadeiro curto-circuito: dada a já elevada dívida do governo, o mercado exige altas taxas de juros para financiá-la, impedindo que se rompa este ciclo vicioso sem a adoção de medidas paralelas. Isto é, o que se apreende dos juros nominais básicos da economia brasileira é um conjunto de fatores que, assim, implicam na manutenção de taxas de juros em patamares elevados.

Gráfico 2 – Pagamento de juros nominais – em % do PIB (1995-2013)



Obs.: Fluxos acumulados em 12 meses, valores de dezembro de cada ano.

Fonte: Banco Central do Brasil (2014).

A partir dos dados apresentados no Gráfico 2, pode-se inferir que o pagamento de juros nominais da economia brasileira majorou-se nos momentos de contração da iliquidez internacional. Em 1999, por exemplo, o Brasil enfrentou uma troca de regime monetário, dado o esgotamento de suas capacidades de manter a taxa de câmbio fixa nos valores até então verificados. Diante da iminente crise, os capitais internacionais aqui investidos foram daqui retirados, obrigando a autoridade monetária a elevar substancialmente a taxa juros básica da economia. Tal ação resultou em um pagamento de juros equivalente a 7,5% do PIB naquele ano.

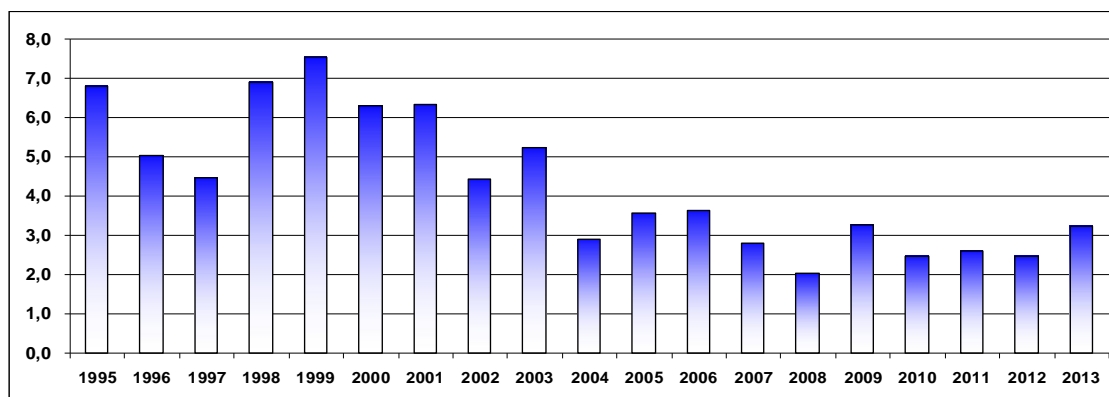
Ainda que por motivos distintos, situação semelhante pôde ser observada em 2002. Devido à severa desconfiança dos mercados devido à incerteza quanto às eleições presidenciais, o pagamento de juros nominais alcançou 7,6% do PIB. Já em 2004, ano em que, em termos nominais, o país pagou o maior montante de juros, esta relação atingiu extraordinários 8,5% do Produto Interno Bruto brasileiro.

Em média, no período 1995-2013, o pagamento de juros nominais, em relação ao PIB, foi de 6,3% ao ano. Periodizando-se de acordo com os regimes monetários, entre 1995 e 1998, esta mesma relação de dispêndio perfez montante igual a 5,8% do PIB; após 1999, elevou-se a 6,4%. Desta forma, os resultados sugerem que a simples adoção do regime de metas para inflação concomitantemente à flexibilização cambial, não foram suficientes para uma redução dos gastos com pagamentos de juros nominais da economia brasileira. Vale ainda destacar a trajetória ascendente da série em questão: o pagamento de juros

nominais foi da ordem de 4,87% do PIB em 2012, elevou-se para 5,14% em 2013 e, até o mês de setembro de 2014, superava os 5,5%.

A expressão do resultado efetivo da política fiscal, como já teoricamente apresentado na seção, 2 dá-se pela subtração do montante do resultado primário (o dispêndio com juros nominais), chegando-se, assim, ao resultado nominal do setor público, conforme pode ser observado no Gráfico 3.

Gráfico 3 – Déficit nominal do Setor Público – em % do PIB (1995-2013)



Obs.: Fluxos acumulados em 12 meses, valores de dezembro de cada ano. Por serem os dados apurados em défits, valores negativos indicam superávits.

Fonte: Banco Central do Brasil (2014).

A partir da análise do Gráfico 3, pode-se inferir que, entre 1995 e 1998, época de superávits primários módicos ou inexistentes, o setor público brasileiro enfrentou seus piores resultados fiscais. Em média, neste período, o déficit nominal do setor público alcançou 6,0% do PIB, contra 3,9%, do período 1999-2013. Mesmo após o setor público ter incorrido em superávits primários significativos a partir de 1999, sugere-se que tal economia de recursos por parte do setor público foram inferiores aos seus dispêndios financeiros.

No entanto, os défits foram reduzidos, como proporção do PIB, ao longo de 2004-2008. Neste período, com exceção do meado final do ano de 2008, não se observou crises significativas na economia mundial; já no Brasil, tratou-se de período de forte expansão do Produto. Logo, considerando os dados já apresentados de superávit primário, o quinquênio em referência foi o período de menor pagamento médio anual de juros em relação ao PIB: 6,3%, contra 7,0%, entre 1999-2003; e de maiores volumes acumulados de economias primárias do setor público: 3,9% do PIB, contra 3,2%, entre 1999-2003.

Um terceiro movimento do déficit nominal do setor público pode ser observado no período pós-crise financeira, entre 2009 e setembro de 2014, quando o setor público saiu de um déficit nominal de 2,0% do PIB em 2008 para, no ano seguinte, como consequência da política fiscal anticíclica, atingir o valor de 3,3%. Nos anos ulteriores, observou-se uma breve amenização do resultado nominal, que cai para 2,48% em 2010 e se manteve estável até 2012. Porém, após esse período, a situação fiscal voltou a se deteriorar, culminando com o déficit 4,9% em setembro de 2014, o pior resultado desde 2003.

Da análise empreendida, pode-se sugerir que os custos dos regimes monetários adotados ao longo do Real superaram os esforços de administração fiscal empenhados visando à economia primária de recursos públicos. No Brasil pós-Real, é possível notar que a taxa de juros básica é uma variável com dinâmica livre, isto é, sobretudo voltada a instrumentalizar a política monetária, absorvendo eventuais choques inflacionários resultantes de desvalorizações inesperadas da taxa de câmbio.

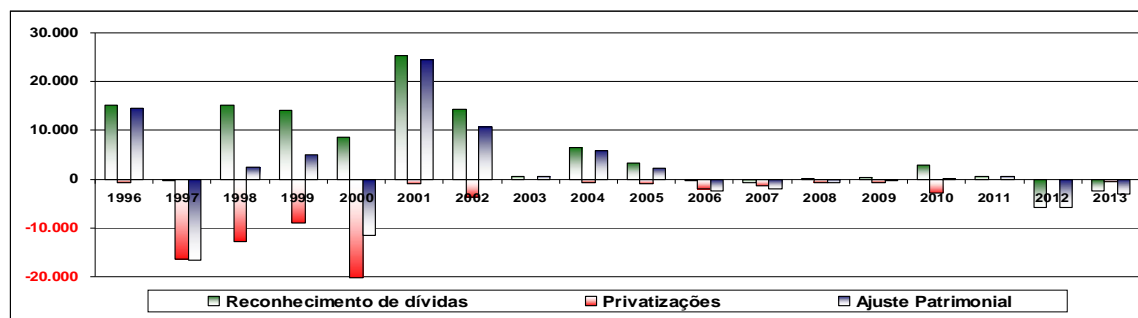
3.3 Ajuste patrimonial

De acordo com Kawall (2000), o ajuste patrimonial é composto pelo ajuste cambial, que é o ajuste metodológico da dívida indexada ao dólar, tanto interna quanto externa, pelo reconhecimento de passivos contingentes e, por fim, pelos efeitos do processo de privatização de empresas estatais. Rezende (2001) argumenta que o ajuste patrimonial representa condicionantes não fiscais que impactam sobre o endividamento público, visto não estarem subsumidos às políticas fiscal ou monetária, *stricto sensu*, das autoridades econômicas.

O processo de desestatização, iniciado ainda no final da década de 1980, teve seu auge na segunda metade dos 1990, com a venda de grandes empresas estaduais e federais, tais como as do setor de telecomunicações, distribuidoras de energia elétrica, mineradoras, entre outras. Entretanto, os recursos provindos das privatizações, até 2013, não contribuíram de maneira significativa para o abatimento da dívida pública. Isto se deveu à continuidade de necessidades de financiamento nominais no período 1995-2013, e, outrossim, pela própria dinâmica de reconhecimento de dívidas antigas. O Gráfico 4 apresenta o desempenho do ajuste

patrimonial no que toca ao reconhecimento de passivos contingentes e das receitas de privatização.

Gráfico 4 – Ajuste Patrimonial do Setor Público – em R\$ milhões (1996-2013)



Obs.: Fluxos acumulados em 12 meses, apurados em dezembro de cada ano. Valores negativos indicam impacto favorável sobre o endividamento público. Não foram encontrados dados disponíveis referentes ao ano de 1995. A partir de 2010, devido à mudança de metodologia, excluem-se Petrobras e Eletrobras.

Fonte: Banco Central do Brasil (2014).

Em termos monetários, observa-se que entre 2003 e 2013, os valores do ajuste patrimonial, exclusive o ajuste cambial, são bastante reduzidos quando comparados com os fluxos empreendidos entre 1996 e 2002. Isto ocorre, pois, neste primeiro momento, sobrevieram os processos de renegociação de dívidas de estados e municípios, além do programa de reestruturação dos bancos estaduais. Neste período (1996-2002), em média anual, os passivos contingentes contribuíram com R\$ 13,2 bilhões sobre o endividamento público. As privatizações facearam 69% deste valor médio anual, com R\$ 9,1 bilhões de impacto positivo sobre o endividamento.

Ao final dos anos 1990 já se havia concluído o saneamento dos bancos estaduais e das dívidas dos estados, sendo que nos dois primeiros anos da década seguinte ocorreram as últimas renegociações de dívidas municipais. Em seguida, vieram os ajustes patrimoniais referentes ao reconhecimento de dívidas antigas para com prestadores de serviços ou fornecedores do setor público. Destacam-se os anos de 2010 e 2012, quando o reconhecimento e a negação de novas dívidas impactaram a evolução do ajuste patrimonial, que se mantinha pouco expressivo desde 2006. As receitas de privatização responderam às transferências de passivos ao setor privado, ou pelo usufruto de infra-estrutura pública por parte de particulares.

Muito embora aproximadamente 70% dos passivos contingentes reconhecidos pelo setor público ao longo do período em análise tenham sido equilibrados pelas suas transferências patrimoniais ao privado, aproximadamente R\$ 30 bilhões foram acrescidos ao endividamento público por conta dos ajustes patrimoniais, exclusive o ajuste cambial.

Este montante, se comparado aos juros nominais pagos pelo setor público brasileiro no mesmo período, é pouco significativo. Ademais, representa um compromisso do governo brasileiro para com seus contratos, ainda que com explícita defasagem de tempo. Neste sentido, traz consigo uma proposta de clarificação das regras jurídicas e de respeito das mesmas. No longo prazo, trata-se de um direcionamento que poderá trazer benefícios às políticas de administração da dívida pública no Brasil, pois permitirá que os custos relacionados ao risco de *default* sejam reduzidos, contraindo-se os juros atrativos aos credores, e possibilitando o alongamento do prazo dos novos contratos de financiamento do setor público.

3.4 Ajuste cambial

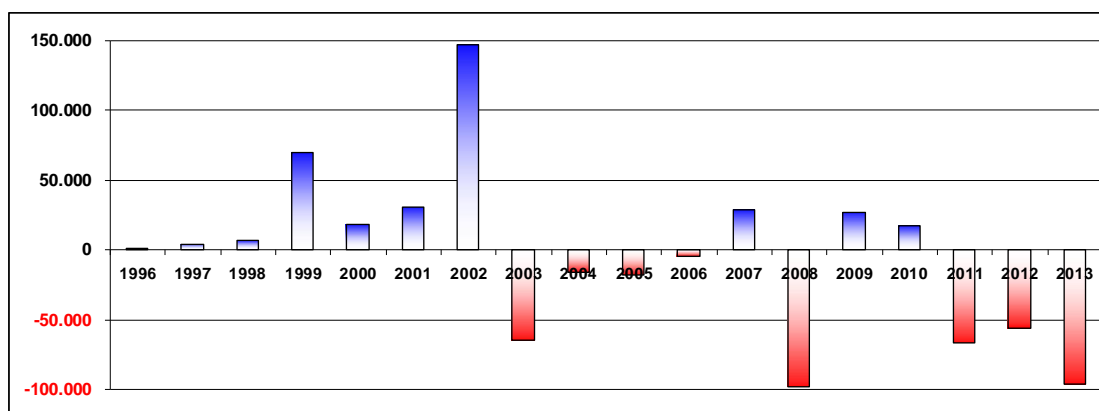
Componente integrante do ajuste patrimonial, o ajuste cambial constituiu-se num elemento não-fiscal de relevo sobre a dinâmica da dívida líquida do setor público, no contexto de uma economia aberta aos fluxos internacionais de capital. Tal importância se deu, sobretudo, após a flexibilização da taxa de câmbio, em 1999. Contudo, os movimentos do ajuste cambial que impactam na DLSP dão-se de maneira distinta, ora ampliando o estoque endividado, ora reduzindo-o.

Durante todo o período analisado, os dois momentos mais restritivos para a economia brasileira no que se refere às crises de desconfiança dos investidores internacionais foram 1999 e 2002, anos em que se observou os maiores pagamentos de juros e, também, às mais altas taxas de evasão de capitais: a desvalorização cambial resultou em ajuste cambial referente a 6,0% e 8,4% do PIB, respectivamente⁷.

⁷ A título de ilustração, entre março de 2002 e dezembro do mesmo ano, a taxa de câmbio real deflacionada pelo INPC e ponderada pelo índice de paridade do poder de compra dos 16 maiores parceiros comerciais do Brasil se desvalorizou 44,83% segundo o IPEA. Como é de se esperar, tal movimento da taxa de câmbio, principalmente em um período em que grande parte da dívida pública era indexada ao dólar, gerou uma significativa elevação da dívida pública e, consequentemente, uma piora da percepção de risco por parte dos investidores internacionais.

Conforme os dados do Banco Central do Brasil (2014), em 2002, o ajuste cambial cresceu à dívida líquida do setor público aproximadamente R\$ 150 bilhões. Em termos médios anuais, entre 1996 e 2002, período de impactos negativos do ajuste cambial sobre a dinâmica do endividamento público, o peso da desvalorização do câmbio foi de 2,8% do PIB.

Gráfico 5 – Ajuste cambial – em R\$ milhões (1996-2013)



Obs.: Fluxos acumulados em 12 meses, apurados em dezembro de cada ano. Não foram encontrados dados disponíveis referentes ao ano de 1995. A partir de 2010, devido a mudança de metodologia, excluem-se Petrobras e Eletrobras.

Fonte: Banco Central do Brasil (2014).

Em sentido contrário, observou-se que, após 2003 (com exceção de 2007, 2009 e 2010), o ajuste cambial contribuiu para a redução do endividamento. Todavia, se confrontadas as dinâmicas positivas e as negativas, é possível observar que, ao cabo do período 1996-2013, os ajustes cambiais promoveram uma diminuição de aproximadamente R\$ 69 bilhões da dívida líquida do setor público.

Em síntese, mesmo elevando a taxa de juros para evitar refluxos de capitais especulativos – os quais promovessem desvalorizações em demasia da taxa de câmbio capazes de impactar com desmesura a austeridade monetária –, o endividamento público brasileiro foi significativamente influenciado pelas oscilações da taxa de câmbio. Desta forma, a política fiscal pós-Real enfrentou, por um lado, os custos oriundos de uma política monetária por vezes contracionista; por outro, foi favorecida, ao cabo de todo o período em análise, por uma variação cambial responsável pela redução do endividamento total.

Após 2003, o cenário econômico mundial adentrou uma conjuntura de relativa calma, sendo novamente perturbado somente após a deflagração da crise

financeira de 2008. Durante este quinquênio, porém, a autoridade monetária do país logrou compor reservas internacionais e, com o grande influxo de divisas estrangeiras, a apreciação cambial impactou favoravelmente a dinâmica da DLSP.

3.5 A dinâmica da dívida líquida do setor público no Brasil pós-Real

Após a apresentação dos fatores condicionantes da dinâmica da dívida líquida do setor público, deve-se analisá-los de forma agregada a fim de se compreender qual foi o desempenho do endividamento público ao longo do período em análise. De uma forma geral, têm-se dois movimentos ao longo do período citado: entre 1996 e 2002, houve expansões na relação DLSP/PIB; no período 2003-2013, o movimento foi de queda vertiginosa nesta relação, conforme pode ser observado na Tabela 1.

Tabela 1 – Relação DLSP/PIB – em % do PIB (1995-2013)

Ano	DLSP / PIB	Variação
1995	28,0	-
1996	30,7	9,7%
1997	31,8	3,6%
1998	38,9	22,3%
1999	44,5	14,4%
2000	45,5	2,2%
2001	52,0	14,3%
2002	60,4	16,1%
2003	54,8	-9,2%
2004	50,6	-7,7%
2005	48,4	-4,3%
2006	47,3	-2,4%
2007	45,5	-3,7%
2008	38,5	-15,4%
2009	42,1	9,2%
2010	39,1	-6,9%
2011	36,4	-7,0%
2012	35,3	-3,1%
2013	33,6	-4,9%

Obs.: Fluxos acumulados em 12 meses, apurados em dezembro de cada ano.

Fonte: Banco Central do Brasil (2014).

De acordo com os dados expostos, o pico da relação DLSP/PIB deu-se em 2002 (60,4%). O maior índice de variação da dívida líquida do setor público foi em 1998, com crescimento de 22,3% em relação ao ano anterior. Entre 1995 e 2003, a relação DLSP/PIB cresceu 83%, saindo do patamar de 28%, em 1995, e atingindo

os já citados 60,4%, em 2003. Em sentido inverso, entre 2004 e 2013, a relação DLSP/PIB recuou em 55,4%.

Atentando-se para os dados do Gráfico 2, é possível observar que de 1998 a 2002, houve de elevada relação juros nominais/PIB. A partir de 1999, foram anos de crescentes superávits primários, incapazes, contudo, de equilibrar a dinâmica de expansão do endividamento. No ano de 1999, grande parte da variação do endividamento pode ser relacionada ao ajuste cambial da DLSP. Já para 2003, os custos da volatilidade cambial causados pela incerteza sobre as eleições presidenciais do ano anterior, e a necessidade de a política monetária contracionista arrefecer os efeitos desta oscilação cambial sobre a inflação, implicaram na elevação do estoque de endividamento acumulado.

O ajuste cambial da DLSP também encontrou, entre 1999 e 2002, seus maiores impactos negativos sobre o endividamento público. Em 1999, o ajuste cambial da dívida líquida do setor público equivaleu a 6% do PIB, enquanto que, em 2002, este valor foi de 8,3%. Por sua vez, o comportamento do ajuste patrimonial não parece ter tido, com exceção de 2001, impacto significativo sobre o comportamento da dívida líquida.

Após 2004, com a intensificação dos superávits primários, com o crescimento da economia brasileira, com a redução da relação entre juros nominais e o PIB, e, por fim, pelo impacto positivo do ajuste cambial sobre a DLSP, a mesma apresentou uma acentuada diminuição atingindo, em 2013, valor equivalente a 33,6% do PIB, patamar equivalente ao verificado antes do início de sua elevação vertiginosa a partir de 1998.

Em síntese, pode-se identificar no período 1995-2013 dois momentos claros na dinâmica de endividamento do setor público brasileiro. O primeiro deles, entre 1995 e 2003, de grande expansão no referido endividamento. O outro, após 2003, expressa o momento de prosperidade da economia mundial que permitiu ao Brasil administrar de forma melhor seu endividamento público, uma vez que houve redução das taxas de juros e crescimento da arrecadação de impostos os quais permitiram maiores níveis de superávits primários.

A economia brasileira esteve, portanto, adstrita a um novo cenário após o lançamento do Plano Real. Neste novo contexto de liberalização econômica, os regimes monetários adotados não mais responderam somente às causas internas

de instabilidade monetária. A conjuntura internacional passou a influenciar, sobremaneira, as políticas econômicas conduzidas no período após a implementação do plano de estabilização monetária. Por consequência, a política fiscal esteve diretamente balizada por estes elementos, servindo como fator para contra-arrestar os efeitos cambiais e monetários que sobrevieram.

4 A CONDUÇÃO DA POLÍTICA FISCAL E O COMPORTAMENTO DA DLSP NO BRASIL PÓS-REAL: UMA ANÁLISE PÓS-KEYNESIANA

Keynes (1985) argumenta que a política fiscal é um poderoso instrumento de política econômica no alcance da estabilização dos ciclos inerentes ao sistema capitalista. Nesta perspectiva, trata-se da política monetária de outro elemento de fundamental importância na operacionalização de políticas econômicas anticíclicas. Hermann (2002) destaca que a combinação destas políticas é, por sua vez, essencial para que os ciclos econômicos impactem positivamente os níveis de emprego e renda de um determinado sistema econômico.

Contudo, conforme anteriormente mencionado, o novo contexto econômico em que a política econômica pós-Real foi conduzida contou com um elemento de extrema importância: a liberdade dos fluxos internacionais de capital na economia brasileira. A não adoção de instrumentos de controle sobre estes fluxos de capital fez com que a economia brasileira somasse grandes esforços, por meio de elevadas taxas de juros, para remunerar os capitais internacionais aqui investidos e para que, consequentemente, a política monetária lograsse sucesso diante das imprevisíveis oscilações cambiais.

Conforme aponta Keynes (1985), a moeda é uma reserva de valor perene. Com as crises internacionais de liquidez que abalaram a economia mundial entre 1995 e 2002, a remuneração exigida pelos detentores de capital para emprestarem ao Brasil manteve-se em patamar significativamente alto. A preferência pela liquidez dos detentores dos capitais dificultou à administração monetária instrumentalizar uma sua política monetária menos restritiva.

Altos juros significam, seguindo a ideia de Keynes expressa em Davidson (1972), para os detentores de capital, possibilidade de ganhos monetários sem necessidade de incursão em atividades produtivas – inerentemente incertas – e com dilatação temporal entre investimento e retorno. O menor nível de investimento que

daí decorre torna-se um empecilho para uma maior arrecadação de impostos que financie o setor público.

Não obstante, dependia o setor público de um maior nível de arrecadação para equilibrar seus maiores gastos financeiros, decorrentes de elevados juros por ele pagos. O resultado desta armadilha foi justamente o que se observou no Brasil ao longo do período pós-Real, sobremaneira entre 1995 e 2003: necessidade de contínuo aumento de carga tributária para financiar o setor público e, visto que tal expediente não se fez suficiente, necessitou-se da expansão do próprio endividamento público, que se pode alinhar ao ciclo de fragilidade financeira destacado por Minsky (1986).

De acordo com este autor, as receitas de uma unidade econômica devem ser suficientes para financiar seus gastos financeiros, sob o risco de se incorrer em um ciclo de endividamento endogenamente insustentável. Tamanhos foram os efeitos da administração monetária no Brasil que as autoridades viram-se compelidas a recorrer, em 1998, a um acordo com o FMI, uma vez que as receitas públicas foram insuficientes para amortizar os crescentes dispêndios financeiros.

Sugere-se, portanto, que a política fiscal pouco contribuiu para estimular a demanda efetiva e, por meio desta, o crescimento do PIB brasileiro até 2003. Pelo contrário, a própria administração monetária almejou racionar o aumento da demanda agregada de modo que não se tornassem problemáticos ao controle monetário. Situação oposta pôde ser observada a partir de 2004, quando, através dos canais dos dispêndios públicos e do consumo das famílias, a política fiscal favoreceu o crescimento do PIB a níveis não verificados desde o final dos anos 1970.

Neste contexto, a política fiscal, sobretudo após 2007 (com o lançamento do Programa de Aceleração do Crescimento), passou a ter um papel mais ativo e voltado à permissão de um padrão de financiamento público estruturado em um conjunto maior de contribuintes e não mais na majoração da carga tributária. Contudo, esse movimento oferece riscos à solvência da dívida pública, uma vez que, como observado no texto, alguns indicadores fiscais apresentaram certa deterioração no período. Assim, o grande desafio na gestão das políticas macroeconômicas deve ser o de manter um crescimento robusto com estabilidade financeira e monetária. Para isso, conforme aponta Ferrari Filho (2011), a tradição

keynesiana sugere que reforce a distinção entre orçamento corrente e de capital, sendo que esse último deve ser superavitário, possibilitando que o orçamento de capital despenda um maior investimento produtivo.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Diante dos elementos apresentados ao longo do trabalho, conclui-se que houve, entre o período de 1995 a 2006, um esforço no sentido de estabilizar os indicadores fiscais, aumentando paulatinamente o superávit primário e restringindo a DLSP/PIB. Decerto este movimento representou um papel relevante para a uma maior estabilidade fiscal e financeira da economia brasileira, mas, em contrapartida, isto pode ter contribuído para uma contenção do crescimento econômico o qual poderia ter apresentado magnitudes mais elevadas ao longo do período, além de estruturar um formato de arrecadação de receitas públicas que viabilizasse para a economia brasileira uma menor fragilidade em relação ao cenário econômico global.

No período subsequente, a política fiscal passou a representar um papel mais ativo, e observou-se uma reversão na tendência dos indicadores fiscais. Um exemplo é queda do superávit primário que deve fechar em valores irrisórios no ano de 2014. Merece destaque o fato de que, embora se observe uma relativa estabilidade da relação DLSP/PIB, a dívida bruta como proporção do PIB apresentou uma tendência de crescimento, fenômeno este que pode ser explicado, entre outros fatores, pelos repasses do Tesouro Nacional junto ao BNDES.

Em todo período posterior ao Plano Real fez-se latente estabelecer um cenário econômico no Brasil mais propício ao investimento produtivo e empregador, dado o desincentivo a este oferecido por fatores externos e de austeridade monetária. Urge-se no momento atual, portanto, a consolidação de tal cenário. Aproveitando-se das modificações que poderão sobrevir da atual crise pela qual passa a economia mundial, novas apostas e perspectivas carecem, enfim, ser implantadas. O grande desafio se apresenta no sentido de uma gestão fiscal que garanta a solvência intertemporal da dívida pública, condições para uma política monetária efetiva no sentido de garantir a estabilidade monetária e, ao mesmo tempo, proporcionar investimentos produtivos que possibilitem um crescimento econômico mais robusto.

Assim, outras tarefas poderão ser destinadas à política fiscal, e esta, mesmo combinada como ainda deve estar com a manutenção da estabilidade monetária, como também esteve ao longo de todo período 1995/2008, poderá ser capaz de equilibrar de forma suficiente e estruturada os dispêndios financeiros que a liberdade plena de fluxos de capital e a administração monetária lhe impuseram. Isto se somará ao atual comportamento declinante na relação DLSP/PIB, e trará cenário diverso, portanto, daquele que se observou no Brasil em grande parte dos anos do Real.

REFERÊNCIAS

AFONSO, J. R. R. As Intrincadas Relações entre Política Fiscal e Creditícia no Brasil Pós-2008. **Revista Econômica**, Niterói, v 13, n 2, 2011.

ALÉM, A. C.; GIAMBIAGI, F. **Finanças Públicas**: teoria e prática no Brasil. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Séries temporais de Economia e Finanças**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: jan. 2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Departamento de Política Econômica do Banco Central do Brasil. **Manual de estatísticas fiscais**. Brasília: Departamento Econômico do Banco Central, 2006.

BLANCHARD, O. **Fiscal dominance and inflation targeting**: Lessons from Brazil, NBER Working Paper Series, Cambridge, MA: MIT Press. Working Paper 10389, 2004.

CORRÊA, V. P.; TERRA, F. B. Abertura econômica e dinâmica do déficit público pós Plano Real: o peso da componente financeira. Um: CONGRESSO DA SEP. Campinas. 5., 2005, Campinas, SP. **Anais...** Campinas, SP, 2005.

DAVIDSON, P. **Money and the Real World**. Londres: Macmillan, 1972.

FAVERO, C.; GIAVAZZI, F. **Targeting inflation when debt and risk premia are high: lessons from Brazil**. IGIER, BocconiUniversity, May. Mimeo, 2003.

FERRARI FILHO, F.; TERRA, F. B. As disfunções do capitalismo na visão de Keynes e suas proposições reformistas. **Rev. econ. Contemp**, Rio de Janeiro, v.15, n .2. may./aug. 2011

GIAMBIAGI, F. **Do déficit de metas às metas de déficit**: A Política Fiscal do Governo Fernando Henrique Cardoso,1995/2002. Texto para discussão n. 93, Brasília: IPEA, 2002.

GIAMBIAGI, F. **A política fiscal do governo Lula em perspectiva histórica: Qual é o limite para o aumento do gasto público?.** Texto para discussão n. 1169, Brasília: IPEA, 2006.

HERMANN, J. **A Macroeconomia da Dívida Pública: Notas sobre o Debate Teórico e a Experiência Brasileira Recente (1999-2002)**, 2002. Disponível em <www.ie.ufrj.br/moeda - 2002>.

KAWALL, C. **A Dívida Pública e os Esqueletos.** Economic Update. Citibank, 2000.

KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda.** 2. ed. São Paulo: Nova Cultural, , 1985.

MINSKY, H. **Stabilizing an unstable economy.** New Heaven: Twentieh Century Fund Report, 1986.

MINSKY, H. The Financial Instability Hypothesis. **The Jerome Levy Economics Institute Working Paper** , n. 74, 1992.

MODENESI, A. de M. Regimes Monetários. Teoria e Experiência do Real. São Paulo: Manole, 2005.

PASSINI, S. **Fiscal skeletons in Brasil.** UBS Warburg Economics Comment. Stanford.

PIRES, M. C. de C. Uma análise da proposta de déficit nominal zero. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 27, n. 4, p. 651-663, 2007.

RAMOS, A. P. A política fiscal do Plano Real e o ajuste fiscal para 1999/2001. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 21, n. 4, p. 46 – 62, 2001.

REZENDE, F. **Finanças Públicas**, 2. ed. São Paulo:Ed.Atlas, 2001.

ROMER, D. **Advanced Macroeconomics McGraw-Hill**, 4rd, 2012.

STIGLITZ, J. More instruments and broader goals: moving toward the Post-Washington Consensus. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 19, n. 1, 1999.

TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. **Relatório e Parecer Prévio Sobre as Contas do Governo da República Exercício de 2011**, 2011.